

2023年06月12日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

一季度营收大幅增长，产品结构优化+研发加码 助力三大领域芯片国产替代

—国芯科技（688262.SH）公司动态研究报告 增持(首次) 投资要点

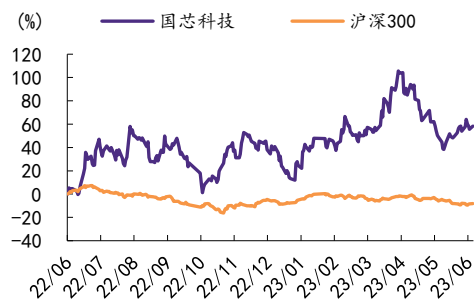
分析师：毛正 S1050521120001
maozheng@cfsc.com.cn

基本数据

2023-06-12

当前股价(元)	57.9
总市值(亿元)	139
总股本(百万股)	240
流通股本(百万股)	187
52周价格范围(元)	37.38-76.75
日均成交额(百万元)	247.94

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

■ 盈利能力短期承压，芯片定制服务带动营收高增

公司发布 2022 年报和 2023 年第一季度报告。22 年公司实现营业收入 5.25 亿元，同比增长 28.83%；归母净利润 0.77 亿元，同比增长 9.55%；毛利率为 42.02%，同比下降 10.93pct；净利率为 14.65%，同比下降 2.58pct。23Q1 公司实现营业收入 1.36 亿元，同比增长 173.26%；归母净利润亏损 0.27 亿元；毛利率 23.15%，同比下降 22.31pct；净利率-27.15%，同比下降 20.35pct。公司毛利率和净利率双双承压，主要原因是：(1)2022 年芯片晶圆价格有所上升(2)公司扩大研发规模。产品端来看，公司 23Q1 营收实现大幅增长，其中自主芯片和模组产品实现营收 0.36 亿元，同比增长 30.33%，芯片定制服务实现营收 0.92 亿元，同比增长 409%，增长原因主要系汽车电子和工业控制应用同比增长 229%，边缘和先进计算应用同比增长 3499%；费用端来看，2022 年全年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.10%/7.21%/29.00%/-3.32%，同比变动分别为-2.21/-1.26/+7.04/-3.66pct。22 年公司较大幅度增加研发人员数量，22 年研发费用同比增加 0.63 亿元，其中人员费用同比增加 0.49 亿元，同比增长 106.54%。

■ 汽车电子芯片需求旺盛，国产化替代加速

公司的汽车电子芯片产品覆盖面较全，已在汽车车身控制芯片、汽车动力总成控制芯片、汽车域控制芯片、新能源电池 BMS 控制芯片、车规级安全 MCU 芯片、汽车电子混合信号类芯片、汽车电子专用 SoC 芯片七条产品线上实现系列化布局，公司致力于成为国内汽车电子芯片的领先供应商，将继续加强与埃泰克汽车电子(芜湖)有限公司、科世达(上海)管理有限公司等十多家 Tier1 模组厂商，与潍柴动力、奥易克斯等多家发动机厂商，和比亚迪、奇瑞、长安、上汽、东风等众多汽车整机厂商紧密合作。对标 NXP(恩智浦)、ST(意法半导体)、Infineon(英飞凌)、Bosch(博世)、ADI(亚德诺)等公司的汽车电子芯片，实现对国外产品的替代，覆盖新能源车和传统乘用车等车型，目前下游的涵盖整车客户包括比亚迪、上汽、长安、奇瑞、东风等，截至 2022 年 12 月 31 日，公司汽车电子芯片实现 400 余万颗的出货，出货量同比增加十倍以上，汽车电子业务的收入实现大幅度增长，在中

高端汽车电子芯片国产化方面处于国内领先地位，形成公司汽车电子芯片产品的先发优势，并获得了市场的认可和良好的业界口碑。

■ 云-边-端应用芯片国内领先，Raid 芯片打破国外垄断

在端安全芯片方向，公司根据市场反馈推出了一系列高性能芯片，包括针对智能门锁、数字货币和物联网领域的应用场景的 CCM4202S-E 和 CCM4202S-EL，以及优化 Flash 特性更适合 IoT 应用的 CCM3309S。在云安全芯片方向，公司在 PCIE 控制器升级、安全算法性能的提升、总线频率的提升、包括增加流密码算法的 SEC 安全引擎增强、IPSEC 特定应用场景下的硬件加速、支持不同应用场景下的功耗控制优化等方面进行改进，以满足新一代安全网关/VPN、服务器、密码机等云端设备的安全应用，使得 GCP907T 处于国内领先地位。在边缘计算芯片方向，公司推出了一系列的高性能边缘计算芯片，包括 32 位四核的 H2040、32 位单核的 H2048 和 H2068、64 位双核的 GCP1080T，分别实现了对 NXP(恩智浦)P4040/4080、MPC8548 和 MPC8568、T1022 的国产化替代，处于国内先进地位。此外，Raid 控制芯片作为服务器中广泛应用的一个重要芯片产品，主要用于服务器、边缘计算和通用嵌入式计算中的磁盘阵列管理，长期以来被国外公司垄断，急需实现国产化替代，公司在国内极少数拥有 Raid 控制芯片的厂商。公司基于推出的第一代 Raid 控制芯片研制 RAID 卡，与客户进行适配调试，性能与 LSI 的 MegaRaid SAS 9270 系列 RAID 卡相当，可实现同类产品的国产化替代，打破长期以来服务器中 Raid 控制芯片被国外公司垄断的局面。公司正在基于自主高性能 RISC-V CPU 研制开发第二代更高性能的 Raid 控制芯片 CCRD4516，目前各项工作进展顺利，预计 2023 年第三季度流片，未来有望达到国际主流 Raid 芯片 LSI 9560 的性能。

■ 盈利预测

公司提供的 IP 授权与芯片定制服务基于自主研发的嵌入式 CPU 技术，为实现信息安全、汽车电子和工业控制、边缘计算和网络通信三大关键领域的安全自主可控和国产化替代提供关键技术支撑。公司自成立以来一直采用 Fabless 的经营模式，集中优势资源专注于产品的研发和设计环节，提升新技术的开发速度，有助于公司研发能力的提升，同时也不需要拥有大量固定资产，有效降低了重资产模式下可能形成的财务风险。因此我们预测公司 2023-2025 年收入分别为

12.44、20.84、30.16 亿元，EPS 分别为 1.06、1.71、2.44 元，当前股价对应 PE 分别为 55、34、24 倍，首次给予“增持”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济波动风险，研发不及预期风险，下游需求不及预期风险，市场竞争加剧风险。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营业务收入 (百万元)	525	1,244	2,084	3,016
增长率 (%)	28.8%	137.0%	67.6%	44.7%
归母净利润 (百万元)	77	254	410	585
增长率 (%)	9.6%	230.4%	61.3%	42.7%
摊薄每股收益 (元)	0.32	1.06	1.71	2.44
ROE (%)	2.7%	8.5%	12.5%	16.1%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产:				
现金及现金等价物	1,215	1,043	668	552
应收款	329	681	1,142	1,653
存货	218	414	638	787
其他流动资产	961	1,176	1,675	2,303
流动资产合计	2,723	3,315	4,122	5,295
非流动资产:				
金融类资产	691	741	841	946
固定资产	8	11	16	16
在建工程	6	8	13	21
无形资产	100	110	120	132
长期股权投资	27	32	37	42
其他非流动资产	185	185	185	185
非流动资产合计	326	346	371	396
资产总计	3,049	3,661	4,493	5,691
流动负债:				
短期借款	3	3	3	3
应付账款、票据	50	345	709	1,312
其他流动负债	58	58	58	58
流动负债合计	205	638	1,198	2,034
非流动负债:				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	23	23	23	23
非流动负债合计	23	23	23	23
负债合计	228	660	1,220	2,057
所有者权益				
股本	240	240	240	240
股东权益	2,821	3,001	3,273	3,634
负债和所有者权益	3,049	3,661	4,493	5,691

现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	77	254	410	585
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	27	13	17	22
公允价值变动	1	0	0	0
营运资金变动	-359	-281	-522	-347
经营活动现金净流量	-254	-14	-96	259
投资活动现金净流量	-824	-60	-115	-118
筹资活动现金净流量	906	-74	-138	-224
现金流量净额	-172	-149	-349	-82

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	525	1,244	2,084	3,016
营业成本	304	625	1,026	1,356
营业税金及附加	2	5	8	12
销售费用	37	81	125	181
管理费用	38	86	142	205
财务费用	-17	-4	-2	-2
研发费用	152	249	417	694
费用合计	210	412	681	1,078
资产减值损失	-15	-15	-15	-15
公允价值变动	1	0	0	0
投资收益	36	40	48	45
营业利润	55	260	441	642
加:营业外收入	11	10	8	9
减:营业外支出	0	1	1	1
利润总额	66	269	448	650
所得税费用	-11	15	38	65
净利润	77	254	410	585
少数股东损益	0	0	0	0
归母净利润	77	254	410	585

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	28.8%	137.0%	67.6%	44.7%
归母净利润增长率	9.6%	230.4%	61.3%	42.7%
盈利能力				
毛利率	42.0%	49.7%	50.7%	55.0%
四项费用/营收	40.0%	33.1%	32.7%	35.7%
净利率	14.7%	20.4%	19.7%	19.4%
ROE	2.7%	8.5%	12.5%	16.1%
偿债能力				
资产负债率	7.5%	18.0%	27.2%	36.1%
营运能力				
总资产周转率	0.2	0.3	0.5	0.5
应收账款周转率	1.6	1.8	1.8	1.8
存货周转率	1.4	1.5	1.6	1.7
每股数据(元/股)				
EPS	0.32	1.06	1.71	2.44
P/E	180.7	54.7	33.9	23.8
P/S	26.5	11.2	6.7	4.6
P/B	4.9	4.6	4.2	3.8

■ 电子组介绍

毛正：复旦大学材料学硕士，三年美国半导体上市公司工作经验，曾参与全球领先半导体厂商先进制程项目，五年商品证券投研经验，2018-2020 年就职于国元证券研究所担任电子行业分析师，内核组科技行业专家；2020-2021 年就职于新时代证券研究所担任电子行业首席分析师，iFind 2020 行业最具人气分析师，东方财富 2021 最佳分析师第二名；东方财富 2022 最佳新锐分析师；2021 年加入华鑫证券研究所担任电子行业首席分析师。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。